

ホリスティック企業レポート

けい
わ
恵和

4251 東証二部

新規上場会社紹介レポート
2019年11月1日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20191031

高シェアの光拡散フィルム製品「オパルス」を持つ高機能フィルムメーカー 当面は高付加価値製品への戦略的シフトが続く見込み

アナリスト:藤野 敬太 +81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

【4251 恵和 業種:化学】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2017/12	14,558	-3.5	108	-	72	-	226	-	38.2	467.0	0.3
2018/12	15,758	8.2	753	7.0×	741	10.2×	451	99.9	76.3	516.5	1.0
2019/12 予	15,209	-3.4	910	20.7	849	14.5	579	28.3	93.8	-	9.2

(注) 1. 連結ベース。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。2019/12期の予想は会社予想。
2. 2017/12期より連結業績開示のため、2017/12期の前期比は2016/12期の単体業績との比較。

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 880円 (2019年10月30日)	本店所在地 東京都中央区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 7,420,000株	設立年月日 1948年9月28日	大和証券
時価総額 6,529百万円	代表者 長村 恵弐	【監査人】
上場初値 1,026円 (2019年10月30日)	従業員数 393人 (2019年8月末)	有限責任監査法人トーマツ
公募・売価 770円	事業年度 毎年1月1日～12月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎事業年度終了後3カ月以内	

> 事業内容

◆ ニッチ分野で高シェアの製品を持つ高機能フィルムメーカー

恵和(以下、同社)は、高機能フィルムを提供するメーカーである。同社の製品は、スマートフォンやタブレット等の液晶ディスプレイ(以下、LCD)に使用される光学シートのほか、包装資材や産業資材等に使われている。

包装資材や産業資材等を取り扱う機能製品事業は創業時からの事業であり、機能製品事業で培ってきた技術を活かして事業化されたのが光学シート事業である。

同社の事業は、光学シート事業と機能製品事業の2つの報告セグメントに分類される(図表1)。光学シート事業の売上構成比は約60%だが、利益の大半を稼ぐ収益の柱となっている。

【図表1】セグメント別売上高・利益

セグメント	2018/12期						2019/12期第2四半期累計期間			
	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)	セグメント利益 (百万円)	前期比 (%)	利益率 (%)	売上高 (百万円)	売上構成比 (%)	セグメント利益 (百万円)	利益率 (%)
光学シート事業	9,392	17.6	59.6	1,922	58.0	20.5	4,411	59.5	1,105	25.1
機能製品事業	6,366	-3.2	40.4	53	-63.6	0.8	3,003	40.5	83	2.8
調整額	-	-	-	-1,223	-	-	-	-	-665	-
合計	15,758	8.2	100.0	753	596.2	4.8	7,415	100.0	523	7.1

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 事業を特徴づける技術

同社の優位性を支えるのが、特定の機能を持つシート状の素材を作り出すために長年にわたって蓄積してきたシーティング技術(Sheeting 成膜)、ラミ

ネーティング技術(Laminating 積層)、コーティング技術(Coating 塗布)の3つのコア技術である。これらの3つの技術のうち、単独で保有している企業は他にもあるが、3つとも1社で保有している企業はなかなか見当たらないとされている。

この3つのコア技術に、今後の本格的な活用が期待される紙やフィルム等の素材を精細に加工するウルトラプレジジョン技術(Ultra-precision)が加わる(図表2)。同社ではこの4技術の頭文字をとり、「SLC×UP」と称している。

【図表2】恵和の技術「SLC×UP」

技術	活用される事業		特徴
	光学シート	機能製品	
シーティング技術	✓		<ul style="list-style-type: none"> 樹脂からプラスチックシートを作る押出シート成形技術 様々な特性を持つ樹脂を複合的に組み合わせ多機能シートとすることが可能
ラミネーティング技術		✓	<ul style="list-style-type: none"> プラスチックフィルム、紙、合成樹脂等を積層する技術 押出ラミネートとドライラミネートの2つが主な技法 異種の材料を積層することで各材料の長所を生かし、短所を補う 防湿性、剥離性、耐久性等の機能を付与する
コーティング技術	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> シート状の基材にコート剤を塗布する技術 高硬度、耐擦傷性、光学性能、耐紫外線性、防汚性等の機能を付与する
ウルトラプレジジョン技術	✓		<ul style="list-style-type: none"> 紙やフィルム等の基材を精細に加工する技術 繊細な高機能フィルムに、印刷等の加工を施す

(出所) 届出目論見書及び上場前説明会コメントより証券リサーチセンター作成

◆ 光学シート事業

シーティング技術とコーティング技術を活用し、スマートフォンやタブレット、ノートパソコン、車載ディスプレイ等のLCDに利用される光拡散フィルム、偏光制御フィルム等の光学シート部材の開発・製造を行う事業である。

主要製品は光拡散フィルムの「オパルス®」である。LCDの光源であるバックライトユニットを構成する部材であり、光を均一に拡散させる役割を持つプラスチックフィルムである。高機能ゆえ、大型ディスプレイより中小型ディスプレイ向けに強みを発揮し、ノートPCやスマートフォンに搭載される光拡散フィルム分野では世界でも高いシェアを持っている。また、主要国において、関連技術に関する特許を多く登録している。

また、「オパルス®」以外でも、偏光制御フィルム「OPCON®」等、高機能光学フィルムの製品を保有している。

◆ 機能製品事業

機能製品事業は、同社の創業来の事業で、元の素材に、防湿性、耐熱性、耐久性等の特定の機能を付加した製品を製造する事業である。具体的には、防湿紙や防錆紙といった包装資材や、工程紙や農業資材等の産業資材が製品となる。

◆ 開発体制

同社は、光学シート事業は和歌山に、機能製品事業は滋賀、東京、九州に開発・生産拠点を持っている。

このうち、光学シート事業の拠点である和歌山は、3つのテクノセンターを有し、研究開発から生産までを一拠点に集約して行っている。なお、光学シートの特性上、すべての設備が高いクリーン度を誇るクリーンルーム内に設置されている。

一方、機能製品事業は、滋賀が開発工場としての機能を持ち、同社が持つ複合技術が集約されている。東京と九州では、産業用梱包資材等の製品を生産している。

➤ 特色・強み

◆ 高付加価値な製品を生み出す仕組みができていることが強み

同社の特色及び強みとして、(1)「オパルス」というニッチな分野ながら高いシェアを持つ強力な製品を有していること、(2)シーティング技術、ラミネーティング技術、コーティング技術という3つのコア技術をすべて保有していること、(3)長年にわたって開発ノウハウを蓄積してきたこと、(4)顧客の需要に精緻に対応できるようなマーケティング体制を構築していることの4点が挙げられよう。これらにより、高付加価値な製品を生み出す仕組みができていることが競争優位性となっている。

➤ 事業環境

◆ 市場環境

主力事業の光学シート事業の製品は、スマートフォンやタブレット等のLCDに使用されている。

総務省の「令和元年版 情報通信白書」によると、18年の世界のスマートフォンの出荷台数は14.4億台、出荷金額では3,416億米ドルとされている。21年には出荷台数は15.1億台(18年比4.9%増)、出荷金額では3,233億米ドル(同5.4%減)と予測されており、低価格端末を中心とした出荷台数の拡大が見込まれている。

また、18年の世界のタブレット端末の出荷台数は1.4億台、出荷金額では104.4億米ドルとされている。21年には出荷台数は1.2億台(18年比14.3%減)、出荷金額では69.8億米ドル(同33.1%減)と予測されており、スマートフォンや超薄型ノートパソコン等との競争によって減少するものとされている。

◆ 競合

主力製品である「オパルス®」は中小型ディスプレイの光拡散フィルムの分野で高い世界シェアを有している。ディスプレイのサイズによる違いはあるが、バックライト用光学フィルムの分野で競合しうる製品も存在する。KIMOTO

(7908 東証一部)の「ライトアップ™」、ツジデン(東京都杉並区)の「LTO シリーズ」、3M(東京都品川区)の「BEF シリーズ」が該当しよう。

業績

◆ 過去の業績推移

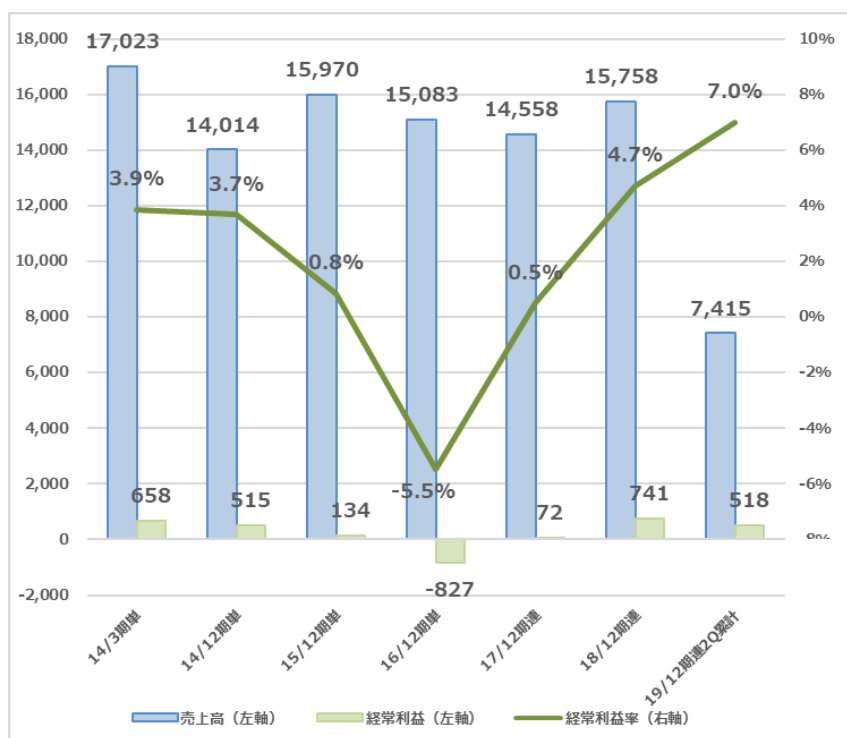
届出目論見書には 14/3 期からの業績が記載されている(図表 3)。14/12 期から決算期が 12 月となり、17/12 期から連結業績も開示されている。

売上高は 9 カ月決算の 15/12 期を除くと、14/3 期から 17/12 期まで減収傾向で推移してきた。光学シート事業において、低付加価値の大型シートから高付加価値の中小型シートへのシフトを進めてきたことと、機能製品事業において、低付加価値製品を縮小してきたことが要因である。

利益面で目立つのは 16/12 期に経常損失を計上したことである。これは、光学シート事業における中小型シートへのシフトのために大規模な設備投資を行ったものの、本格稼働が遅れ、売上がほとんど計上されない中で減価償却費だけが計上された期間があったためである。ただし、中小型シートの生産が軌道に乗った後は、高付加価値品へシフトしていく戦略の効果が出始めたこともあって、17/12 期には経常黒字を回復した。

【 図表 3 】 業績推移

(単位:百万円)



(注) 決算期変更のため、14/12 期は 9 カ月決算。17/12 期より連結業績での開示。
(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 18年12月期決算

18/12期業績は、売上高15,758百万円(前期比8.2%増)、営業利益753百万円(同596.2%増)、経常利益741百万円(同920.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益451百万円(同99.9%増)となった。

セグメント別の売上高は、光学シート事業が前期比17.6%増、機能製品事業が同3.2%減となった。光学シート事業の増収は、中小型ディスプレイ用途向け等の高性能製品へシフトするという戦略が奏功したことによる。機能製品事業の減収は、低付加価値品の販売を絞り込んでいくことが続いたためである。

売上総利益率は前期比2.8%ポイント改善の22.1%となった。光学シート事業の高付加価値品の売上構成比の上昇が貢献した。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前期比0.7%増とほぼ横ばいになった。その結果、増収と売上総利益率の改善により、売上高営業利益率は同4.1%ポイント改善の4.8%となった。なお、営業利益や経常利益の伸びに比べて親会社株主に帰属する当期純利益の伸びが緩やかなのは、前期に生じた加工委託契約解消に伴い、関連する債権債務を一括精算したことで生じた精算損益233百万円が特別利益に計上されていたためである。

◆ 19年12月期第2四半期累計期間決算

19/12期第2四半期累計期間の業績は、売上高7,415百万円、営業利益523百万円、経常利益518百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益375百万円となった。19/12期通期の会社計画に対する進捗率は、売上高で48.8%、営業利益で57.6%となっている。

◆ 19年12月期会社計画

19/12期の会社計画は、売上高15,209百万円(前期比3.4%減)、営業利益910百万円(同20.7%増)、経常利益849百万円(同14.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益579百万円(同28.3%増)である。

光学シート事業は、前期比4.9%減収を見込んでいる。同社の戦略である高付加価値品へのシフトが続くものの、直近の為替相場が円高で推移している影響を加味して減収となることを見込んでいる。

機能製品事業は、前期比1.3%減収を見込んでいる。包装資材が堅調に推移するものの、産業資材の受注を弱く見込んでいる。

売上総利益率は、前期比2.2%ポイント改善の24.3%と予想している。光学シート事業、機能製品事業ともに高付加価値品へのシフトを進めることによって

売上総利益率の改善を図るが、19/12 期下期の円高により、改善ペースが緩やかになると想定されている。

販管費の中には前期比 3.5%減となる試験研究費のような抑制される費用もあるが、上場に伴う諸費用や周年行事関連費用が発生するため、全体としては同 1.8%増を計画している。売上高販管費率は同 1.0%ポイントの上昇が予想されている。ただし、売上総利益率の改善効果の方が上回るため、19/12 期の売上高営業利益率は同 1.2%ポイント改善の 5.9%になると同社は予想している。

なお、1 株当たり配当金は前期の 1.0 円に対し 9.21 円の計画となっている。

◆ 成長戦略

同社は今後の成長戦略として、ニッチ市場にターゲットを絞って高付加価値製品の提供にシフトしていくことを掲げている。そのために、以下の 3 つを念頭に置いて、事業展開をしていくとしている。

- (1) 顧客ニーズを精緻に捉えるマーケティング活動の展開。独立系であることを活かしたポジショニングを構築し、直接の顧客である部材メーカーだけでなく、最終製品を提供するブランドメーカーまでマーケティング活動の範囲を広げて情報収集を行っていく。
- (2) 顧客ニーズを実現するための技術力の向上。
- (3) イノベーションを実現する社内体制の整備。同社では「AKI(ALL Keiwa Innovation)」と称するイノベーションにつながる小集団活動を行っており、それを継続していく。

> 経営課題/リスク

◆ 光学シート事業の開発・生産拠点が集中していることについて

同社の収益源となっている光学シート事業の開発・生産拠点は、和歌山県日高郡の 2 工場、同じく御坊市の 1 工場、和歌山県に集中している。自然災害や事故等によって同地域に被害が生じた時、工場での生産または物流に影響が生じる可能性がある。

◆ 有利子負債依存度の高さについて

有利子負債依存度は 18/12 期末は 42.9%、19/12 期第 2 四半期末は 41.4%と高い。今回の上場による調達で有利子負債依存度の低下は見込まれるものの、今後の金利の変動によっては同社の業績や財政状態に影響を与える点には留意が必要である。

【 図表 4 】 財務諸表

損益計算書	2017/12		2018/12		2019/12 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	14,558	100.0	15,758	100.0	7,415	100.0
売上原価	11,737	80.6	12,272	77.9	5,577	75.2
売上総利益	2,821	19.3	3,486	22.1	1,837	24.8
販売費及び一般管理費	2,713	18.6	2,732	17.3	1,313	17.7
営業利益	108	0.7	753	4.8	523	7.1
営業外収益	124	-	95	-	89	-
営業外費用	159	-	107	-	95	-
経常利益	72	0.5	741	4.7	518	7.0
税引前当期(四半期)純利益	301	2.1	524	3.3	517	7.0
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	226	1.6	451	2.9	375	5.1

貸借対照表	2017/12		2018/12		2019/12 2Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	7,260	49.5	7,323	52.3	6,854	49.0
現金及び預金	1,513	10.3	1,650	11.8	1,893	13.5
売上債権	3,253	22.2	3,733	26.7	3,048	21.8
棚卸資産	1,877	12.8	1,370	9.8	1,582	11.3
固定資産	7,419	50.5	6,675	47.7	7,142	51.0
有形固定資産	6,602	45.0	6,068	43.3	6,328	45.2
無形固定資産	73	0.5	58	0.4	50	0.4
投資その他の資産	743	5.1	549	3.9	763	5.5
総資産	14,680	100.0	13,999	100.0	13,997	100.0
流動負債	6,851	46.7	6,177	44.1	5,858	41.9
買入債務	3,180	21.7	3,512	25.1	3,250	23.2
固定負債	5,064	34.5	4,764	34.0	4,717	33.7
純資産	2,764	18.8	3,057	21.8	3,420	24.4
自己資本	2,764	18.8	3,057	21.8	3,420	24.4

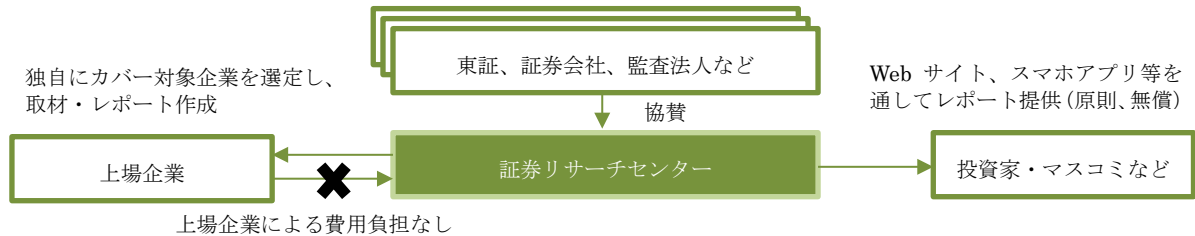
キャッシュ・フロー計算書	2017/12		2018/12		2019/12 2Q累計	
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	1,251		2,055		1,005	
減価償却費	910		841		458	
投資キャッシュ・フロー	-1,151		-397		-521	
財務キャッシュ・フロー	-1,043		-1,506		-234	
配当金の支払額	-		-1		-5	
現金及び現金同等物の増減額	-916		137		242	
現金及び現金同等物の期末残高	1,513		1,650		1,893	

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接的損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。